

公司研究

业绩好于预期，新业务羽翼渐丰

——晨光文具（603899.SH）2021年中报业绩预增公告点评

要点

事件：晨光文具公布2021年半年度业绩预增公告，预计2021H1实现归母净利润6.1-7.0亿元，同比增长31.0%-50.0%，扣非归母净利润5.5-6.2亿元，同比增长42.0%-60.0%。单Q2归母净利润2.8-3.7亿元，同比增长20.3%-58.8%，扣非归母净利润2.55-3.25亿元，同比增长19.7%-52.5%。考虑2020H1年疫情，预计2021H1归母净利润相比2019H1增长29.4%到48.5%，业绩增长略好于预期。

点评：

业绩恢复稳定，成长归因为一体两翼业务健康发展

晨光文具2021年恢复快速成长，疫情影响已基本消除。传统业务根基稳固，发展稳健，依托渠道下沉、单店运营与产品增质，贡献整体营业收入的半壁江山，在分散化的文具市场中保持龙头地位，2021Q1传统业务推断营收18.7亿元，相比19Q1增长21%，预计2021Q2仍维持此增速水平。新业务板块仍处于快速扩张期，专注办公直销市场的晨光科力普以优势地位逐渐开拓客群，包括政府、央企、金融以及其他企业等终端客户，并上线MRO线上商城，增速持续跑赢传统业务，规模效应逐步显现，利润率有望明显改善。精品文创产品需求进一步凸显，九木杂物社试点收效显著，2021Q1晨光生活馆（含九木杂物社）营收2.2亿元，同比增长174.3%。

美好与快乐注入，焕活文具生命力成为前行的独特基因

2021年是晨光文具新的五年战略的开局之年。公司顺应新时代人口趋势和消费升级潮流，传统业务从“增量”向“提质”精耕，高端产品占比稳步提升，以消费者洞察为出发点，推动文具向文创与文化转型，满足新消费时代消费者多元体验需求，促进文具与消费者生活深度融合，赋予文具除使用属性之外的其他具有陪伴意义的属性，因此，长期看来公司有望巩固行业龙头地位。

盈利预测、估值与评级：晨光文具传统主业在行业内持续保持领先地位，近年通过产品结构升级、渠道运营效率提升，盈利能力持续提升，我们看好公司主业通过渠道下沉及单店运营实现进一步的扩张；同时我们也看好晨光新业务科力普及九木杂物社的成长。我们维持公司21/22/23年净利润预测14.77/17.84/20.19亿元，对应PE估值分别为54/45/40倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复，新业务拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,141	13,138	16,219	19,847	22,837
营业收入增长率	30.53%	17.92%	23.46%	22.37%	15.06%
净利润（百万元）	1,060	1,255	1,477	1,784	2,019
净利润增长率	31.39%	18.43%	17.69%	20.71%	13.19%
EPS（元）	1.15	1.35	1.59	1.92	2.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.23%	24.17%	23.80%	23.88%	22.80%
P/E	75	64	54	45	40
P/B	18.9	15.4	12.9	10.7	9.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-2

增持（维持）

当前价：86.45元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebscn.com

联系人：杨哲

yangz@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.28
总市值(亿元)	802.04
一年最低/最高(元)	53.60/100.77
近3月换手率	21.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.00	3.04	36.91
绝对	1.05	2.05	54.97

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,141	13,138	16,219	19,847	22,837
营业成本	8,230	9,807	12,148	14,965	17,264
折旧和摊销	30	192	88	103	118
税金及附加	42	51	63	76	88
销售费用	980	1,103	1,298	1,588	1,884
管理费用	469	603	779	909	1,005
研发费用	160	160	216	264	296
财务费用	-8	9	-14	-31	-41
投资收益	24	4	14	9	11
营业利润	1,283	1,409	1,735	2,134	2,429
利润总额	1,294	1,517	1,780	2,149	2,444
所得税	218	279	303	374	430
净利润	1,076	1,238	1,477	1,775	2,014
少数股东损益	16	-17	-1	-9	-5
归属母公司净利润	1,060	1,255	1,477	1,784	2,019
EPS(按最新股本计)	1.15	1.35	1.59	1.92	2.18

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,082	1,272	1,038	1,929	2,172
净利润	1,060	1,255	1,477	1,784	2,019
折旧摊销	30	192	88	103	118
净营运资金增加	-664	-262	1,106	500	399
其他	656	85	-1,634	-457	-363
投资活动产生现金流	-74	-1,065	1,243	-316	-289
净资本支出	-372	-324	-250	-250	-250
长期投资变化	36	35	0	0	0
其他资产变化	262	-776	1,493	-66	-39
融资活动现金流	-364	-200	-538	-498	-600
股本变化	0	7	0	0	0
债务净变化	183	-3	-80	0	0
无息负债变化	740	1,168	117	977	818
净现金流	636	0	1,743	1,115	1,284

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.1%	25.4%	25.1%	24.6%	24.4%
EBITDA 率	12.5%	13.4%	11.5%	11.1%	10.8%
EBIT 率	11.7%	11.4%	10.9%	10.6%	10.3%
税前净利润率	11.6%	11.5%	11.0%	10.8%	10.7%
归母净利润率	9.5%	9.6%	9.1%	9.0%	8.8%
ROA	14.2%	12.8%	13.7%	13.7%	13.3%
ROE (摊薄)	25.2%	24.2%	23.8%	23.9%	22.8%
经营性 ROIC	28.3%	32.7%	30.3%	31.2%	31.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	44%	40%	41%	40%
流动比率	1.76	1.74	1.96	1.98	2.04
速动比率	1.30	1.42	1.51	1.54	1.62
归母权益/有息债务	22.93	28.82	62.07	74.70	88.56
有形资产/有息债务	38.48	51.01	103.34	125.18	146.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,565	9,710	10,760	12,991	15,191
货币资金	1,936	2,562	4,305	5,420	6,704
交易性金融资产	662	1,428	10	10	10
应收帐款	1,026	1,561	1,651	2,066	2,471
应收票据	0	0	1	0	1
其他应收款 (合计)	118	142	185	217	252
存货	1,378	1,323	1,903	2,301	2,566
其他流动资产	59	89	89	89	89
流动资产合计	5,264	7,241	8,327	10,333	12,353
其他权益工具	4	5	5	5	5
长期股权投资	36	35	35	35	35
固定资产	1,164	1,848	1,957	2,054	2,140
在建工程	260	55	56	57	58
无形资产	331	321	364	406	447
商誉	30	0	0	0	0
其他非流动资产	315	6	-104	-104	-104
非流动资产合计	2,302	2,469	2,433	2,657	2,837
总负债	3,104	4,269	4,305	5,282	6,101
短期借款	183	180	0	0	0
应付账款	1,861	2,602	2,834	3,615	4,260
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	207	0	194	202	168
其他流动负债	0	2	2	4	5
流动负债合计	2,995	4,165	4,245	5,230	6,057
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	66	58	50	42	33
非流动负债合计	109	104	61	52	44
股东权益	4,461	5,441	6,454	7,708	9,090
股本	920	927	928	928	928
公积金	713	997	997	997	997
未分配利润	2,568	3,443	4,456	5,719	7,105
归属母公司权益	4,202	5,194	6,207	7,470	8,856
少数股东权益	259	247	247	238	233

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	8.80%	8.40%	8.00%	8.00%	8.25%
管理费用率	4.21%	4.59%	4.80%	4.58%	4.40%
财务费用率	-0.08%	0.07%	-0.09%	-0.16%	-0.18%
研发费用率	1.44%	1.22%	1.33%	1.33%	1.29%
所得税率	17%	18%	17%	17%	18%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.40	0.50	0.56	0.68	0.78
每股经营现金流	1.18	1.37	1.12	2.08	2.34
每股净资产	4.57	5.60	6.69	8.05	9.55
每股销售收入	12.11	14.17	17.48	21.39	24.62

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	75	64	54	45	40
PB	18.9	15.4	12.9	10.7	9.1
EV/EBITDA	59.5	46.7	42.6	35.7	31.4
股息率	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE